信用评级公告

联合〔2022〕4543 号

联合资信评估股份有限公司通过对北京天恒置业集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京天恒置业集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN003”“21 天恒置业 MTN002”“21 天恒置业 MTN001”“20 天恒置业 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

北京天恒置业集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

类别	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
22 天恒置业 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
22 天恒置业 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 天恒置业 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定
21 天恒置业 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
21 天恒置业 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 天恒置业 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 天恒置业 MTN002	13.00 亿元	13.00 亿元	2027/06/13
22 天恒置业 MTN001	13.00 亿元	13.00 亿元	2024/04/14
21 天恒置业 MTN003	13.00 亿元	13.00 亿元	2023/12/16
21 天恒置业 MTN002	11.00 亿元	11.00 亿元	2026/07/29
21 天恒置业 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/07/05
20 天恒置业 MTN001	9.00 亿元	9.00 亿元	2025/04/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行债券；21 天恒置业 MTN001 和 21 天恒置业 MTN002 为含权债券，表中所列示到期兑付日为不含行权到期日

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”）是北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体。跟踪期内，公司持续得到北京市西城区政府在资金注入及政府补助方面的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务负担重、基建类项目对公司资金占用较大、房地产业务易受宏观政策调控影响等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着西城区政府对棚户区改造及中心城区疏解整治资金支持力度的加大，公司传统业务将获得进一步发展的空间；公司未来发展规划明确，随着公司在建项目的逐步推进和业务的拓展，公司有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN003”“21 天恒置业 MTN002”“21 天恒置业 MTN001”“20 天恒置业 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**西城区是北京首都功能核心区之一，2021年，西城区全区完成地区生产总值5408.10亿元，实现一般公共财政预算收入424.20亿元，西城区经济实力非常强。
2. **公司持续获得有力的外部支持。**公司作为北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体，具有一定区域专营优势，且持续获得西城区政府在资金注入及政府补助等方面的有力支持。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		4
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张 宁　杨依水
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **公司债务负担重，面临一定集中偿付压力。**截至2022年3月底，公司全部债务资本化比率71.72%，整体债务负担重；2022年4－12月以及2023年，公司需分别偿还有息债务138.46亿元和104.11亿元，公司面临一定集中偿付压力。
2. **公司基建类项目投资回报期长，对公司资金占用较大。**公司棚户区改造及土地一级开发项目开发周期和项目回报期长，项目投资对公司资金形成较大占用，资金回笼时点存在一定不确定性。
3. **房地产业务易受宏观政策调控影响。**中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，公司房地产业务受宏观政策调控影响较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	98.78	125.98	48.75	52.73
资产总额(亿元)	704.40	846.39	814.96	844.56
所有者权益(亿元)	190.06	193.19	189.84	188.10
短期债务(亿元)	155.72	110.58	121.52	112.22
长期债务(亿元)	279.14	381.75	358.37	364.80
全部债务(亿元)	434.86	492.33	479.90	477.02
营业收入(亿元)	46.88	69.02	132.06	5.25
利润总额(亿元)	3.57	4.43	4.50	-1.54
EBITDA(亿元)	8.53	9.85	11.75	--
经营性净现金流(亿元)	34.03	12.98	-50.83	21.12
营业利润率(%)	32.04	21.39	10.04	29.33
净资产收益率(%)	1.51	1.92	1.92	--
资产负债率(%)	73.02	77.17	76.71	77.73
全部债务资本化比率(%)	69.59	71.82	71.65	71.72
流动比率(%)	297.09	297.07	307.76	286.49
经营现金流动负债比(%)	15.78	5.17	-22.05	--
现金短期债务比(倍)	0.63	1.14	0.40	0.47
全部债务/EBITDA(倍)	50.97	49.96	40.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.12	0.63	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	422.37	462.51	481.94	463.73
所有者权益(亿元)	160.09	157.26	150.65	150.38
全部债务(亿元)	156.15	206.00	192.21	194.47
营业收入(亿元)	9.61	11.83	13.80	3.25
利润总额(亿元)	0.09	-0.19	1.20	-0.13
资产负债率(%)	62.10	66.00	68.74	67.57
全部债务资本化比率(%)	49.38	56.71	56.06	56.39
流动比率(%)	183.85	193.74	187.41	165.69
经营现金流动负债比(%)	6.95	-13.38	-32.05	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.96	0.41	0.24

注：2022 年 1－3 月财务数据未经审计；将其他流动负债中有息部分计入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入公司长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 天恒置业 MTN002	AA+	AA+	稳定	2022/05/31	张 宁 张丽斐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文
22 天恒置业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2022/01/21	张 铖 李志昂	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文
21 天恒置业 MTN003	AA+	AA+	稳定	2021/12/06	张 铖 李志昂	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907.201907	阅读原文
21 天恒置业 MTN002	AA+	AA+	稳定	2021/07/20	张 铖 张 宁 李志昂	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文
20 天恒置业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/06/25	张 铖 张 宁 李志昂 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文
21 天恒置业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/6/18	张 铖 张 宁 李志昂	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文
20 天恒置业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/12/25	张婷婷 张 铖 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受北京天恒置业集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

北京天恒置业集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京天恒置业集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2021 年，根据《关于调整北京天恒置业集团光源里棚户区改造项目资本金下达方式的通知》（西财经二指〔2020〕905 号），公司对 11.50 亿元项目资本金进行科目调整，实收资本相应减少。同期，西城区国资委对公司增资 900.00 万元。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本 128.98 亿元（尚未工商变更），西城区国资委持股 89.67%，北京金融街资本运营集团有限公司（以下简称“金融街资本”）持股 10.33%。公司实际控制人为西城区国资委。

公司主要业务包括保障房建设、棚户区改造、土地一级开发、地产运营、产业运营、物业服务、客房及餐饮服务以及产业投资等。

截至 2022 年 3 月底，公司本部内设财务管理中心、战略发展中心、资本运营中心、资产管理中心、风险控制中心等职能部门，以及 3 个事业部，事业部本部负责所属业务板块专业运营体系的日常管理。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司 21 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 814.96 亿元，所有者权益 189.84 亿元（少数股东权益 28.69 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 132.06 亿元，利润总额 4.50 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 844.56 亿元，所有者权益 188.10 亿元（少数股东权益 28.35 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.25 亿元，利润总额-1.54 亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街 31 号。法定代表人：刘海涛。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续公开发行债券合计余额69.00亿元。跟踪期内，除“20天恒置业MTN001”已按期支付利息外，其余均未到付息期；上述债券募集资金均按募集说明书用途使用。

“22天恒置业MTN001”“21天恒置业MTN003”为永续债券，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。

表1　本次跟踪评级公开发行债券概况（单位：亿元、%、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	利率	期限
22 天恒置业 MTN002	13.00	13.00	2022/6/13	4.00	5
22 天恒置业 MTN001	13.00	13.00	2022/4/14	3.67	2（2+N）
21 天恒置业 MTN003	13.00	13.00	2021/12/16	4.50	2（2+N）
21 天恒置业 MTN002	11.00	11.00	2021/7/29	3.60	5（3+2）
21 天恒置业 MTN001	10.00	1.00	2021/7/5	3.78	5（3+2）
20 天恒置业 MTN001	9.00	9.00	2020/4/24	3.70	5

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。

其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行

效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意

见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 房地产行业分析

（1）行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017－2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，

2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7－12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

（2）土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7－12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	**178608.59**	**100.00**	**193114.90**	**100.00**	**201132.00**	**100.00**

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（3）政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 2。

表 4　2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2—3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5　2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违

	建部和央行	规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济

2021 年，北京市西城区作为首都功能核心区之一，区位优势突出，经济实力非常强。西城区政府财政收入质量好，财政平衡能力强，地方综合财政实力强，公司外部发展环境良好。

北京市西城区是首都功能核心区之一，辖区面积 50.7 平方公里。西城区功能定位为国家政治中心的主要载体、具有国际影响力的金融中心、传统与现代融合发展的文化中心、国内外知名商业中心和旅游地区、和谐宜居健康的首都功能核心区。西城区辖区内有 15 个街道办事处，261 个社区。截至 2021 年底，西城区常住人口 110.40 万人。

根据西城区政府公开数据显示，2021 年，西城区地区生产总值 5408.10 亿元，上年增长 8.10%。2021 年，西城区固定资产投资（不含农户）比上年下降 4.50%，其中房地产开发投资比上年下降 21.80%，城镇固定资产投资（不含房地产开发）比上年增长 15.80%。

根据《北京市西城区 2021 年预算执行情况和 2022 年预算（草案）》，2021 年，西城区一般公共预算收入 424.20 亿元，同比增长 2.51%，其中税收收入 405.09 亿元，税收占比 95.50%，财政收入质量好；一般公共预算支出 417.52 亿元，同比下降 0.12%，财政自给率为 101.60%，财政平衡能力强。

未来，西城区政府将更加注重减量集约发展和均衡协调发展，统筹疏解与提升，在疏解上持续用力，调整传统商业区，降低人口、建筑等密度。公司作为西城区重要的棚户区改造主体，已经承接了“北中轴线核心保护区•什刹海地区旧城保护示范项目”疏解项目，随着西城区政府对疏解非首都功能工作的推进，未来公司仍将在其中发挥重要作用。

六、基础素质分析

1. 股权关系

截至2022年3月底，公司注册资本110.17亿元，实收资本为128.98亿元，西城区国资委为公司控股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司在棚户区改造及土地一级开发领域持续具有一定区域专营优势。此外，公司房地产开发经验丰富。

公司是北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体。其中，棚户区改造及土地一级开发方面，公司是北京市及西城区目前棚户区改造及土地一级开发的主要投资建设者之一，承担的多个重点拆迁项目均是西城区委、西城区政府推进旧城人口疏解、完善城市功能、加强城市基础设施建设的重大民生工程；文化保护业务方面，公司目前是北京市文物保护和修缮业务的重点建设单位，已经承接了北中轴线

核心保护区•什刹海地区旧城保护示范项目。房地产业务方面，公司下设十几家房地产企业，近年来已建成多处新型示范规模社区项目，形成了天恒乐活城、天恒•乐 DO、天恒•乐墅、天恒•摩墅、天恒•水岸壹号楼盘构成的品牌体系，具有丰富的房地产开发经验；物业管理与服务业务方面，依托房地产开发的资源和经验优势，公司先后开发了天意商城、海南新燕泰大酒店等多个项目，同时拓展从事商业、住宅、写字楼及高档公寓等各类物业服务。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91110102101397 22X9），截至 2022 年 5 月 17 日，公司本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 30 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构、组织架构和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，受房屋交付规模增加影响，公司营业收入大幅增长；受保障房定价受限以及商业和住宅板块拿地成本较高综合影响公司房产销售毛利率持续下降，同时由于房屋销售收入占比较高，公司综合毛利率较上年有所下降。

公司主要从事城区业务（保障房建设、棚户区改造和土地以及开发）、地产运营业务、产业运营业务和金融类业务。公司主营业务收入由房屋销售收入、销售商品收入、物业管理收入等构成，其他业务收入由房屋租赁收入和其他收入（含利息收入、服务收入、咨询收入等）构成。

2021 年，受房屋交付规模增长影响，公司营业收入同比增长 91.34%。房屋销售收入为公司营业收入主要构成，2021 年占营业收入比重为 92.30%。2021 年公司实现房屋销售收入同比大幅增长 107.23%，其中保障房收入规模较上年大幅增长。2021 年商品销售收入较上年增长 14.76%，收入规模仍未回升至疫情前水平。公司主营业务中其他收入主要包括餐饮及客房收入，2021 年有所回升。

2021 年，受收入占比较高的房屋销售业务毛利率水平持续下降影响，公司综合毛利率不断下降。2021 年，公司房地产销售业务毛利率较上年下降 16.88 个百分点，主要系保障房定价受限以及商业和住宅板块拿地成本较高综合影响。

2022年1－3月，公司实现营业收入5.25亿元，相当于2021年全年的3.98%，系公司2022年一季度地产项目交房规模小所致；同期，公司综合毛利率为32.79%，较上年上升21.12个百分点，主要系房屋销售毛利率大幅上升所致。

表 6 公司营业收入和毛利率构成情况 （单位：亿元、%）

项 目	2020年			2021年			2022年1－3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房屋销售收入	58.82	85.23	25.56	121.89	92.30	8.68	2.52	47.95	32.12
其中：住宅	17.82	25.82	39.79	11.32	8.57	14.98	1.53	29.04	31.96

保障房	20.96	30.37	13.86	99.61	75.43	7.44	0.99	18.91	32.36
商业	20.04	29.04	25.14	10.96	8.30	13.39	--	-	-
销售商品收入	2.10	3.04	27.59	2.41	1.83	26.74	0.60	11.48	26.73
物业管理收入	0.33	0.48	-60.72	0.40	0.31	-22.84	0.22	4.17	10.82
其他	1.81	2.62	58.77	2.31	1.75	58.27	0.58	11.05	59.80
主营业务收入小计	**63.06**	**91.36**	**26.13**	**127.02**	**96.19**	**9.83**	**3.92**	**74.64**	**34.20**
房屋租赁收入	1.08	1.57	78.45	1.31	0.99	95.20	0.30	5.81	43.23
其他	4.88	7.07	9.41	3.73	2.83	45.09	1.03	19.55	24.34
其他业务收入小计	**5.96**	**8.64**	**21.95**	**5.04**	**3.81**	**58.08**	**1.33**	**25.36**	**28.66**
合　计	**69.02**	**100.00**	**25.77**	**132.06**	**100.00**	**11.67**	**5.25**	**100**	**32.79**

注：尾差系四舍五入所致，公司主营业务中的其他主要包括餐饮收入和客房收入
资料来源：公司提供

2. 经营业务分析

（1）城区业务

城区业务受政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大，目前，公司城区业务稳步推进，保障房业务暂无在建拟建项目，棚改及土地一级开发项目投资缓慢，对公司资金形成较大占用；未来，公司城区业务计划投资规模仍较大。

公司城区业务主要由城区项目事业部进行管理，具体业务包括保障房建设、棚户区改造和土地一级开发等。

保障房建设业务

公司保障房业务的主要经营主体是北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）、北京正德丰泽房地产开发有限公司（以下简称“正德丰泽”）和北京厚泰房地产开发有限公司（以下简称“厚泰房地产”）。公司保障房项目主要为北京市西城区旧城改造对接的经济适用房、共产房和两限房，建设开发地块主要为政府划拨地块。保障房项目资金来源主要为政府出资30%、企业自筹70%，公司保障房的购买者需符合政府规定标准并通过摇号进行购买。公司保障房项目资金平衡方式主要通过政府出具资本金、拨入专项资金以及购房者购房款进行平衡。此外，保障房项目配套的商业地产项目进行市场化销售也是公司进行资金平衡的方式之一（该类收入根据房屋性质分别体现在住宅以及商业房屋销售收入）。

截至2022年3月底，公司已完工项目分别为房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房（以下简称“房山长阳项目”）、锦安家园以及瑞悦府项目，项目计划总投资190.82亿元，累计投资额171.94亿元，累计实现销售回款154.45亿元。2021年，公司实现保障房收入99.61亿元，较上年大幅增长78.65亿元，主要来自于锦安家园确认销售收入66.01亿元以及瑞悦府项目确认销售收入33.59亿元。同期，公司保障房业务毛利率较上年下降6.42个百分点，主要系锦安家园共产房毛利率较低所致。截至2022年3月底，公司暂无在建和拟建保障房项目。

表 7 截至 2022 年 3 月底公司主要已完工保障房建设项目情况 （单位：万平方米、亿元、% ）

地点	项目名称	开发主体	建筑面积	开工时间	竣工时间	总投资	已投资	销售进度	销售总额	回款情况
北京	房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房项目	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	46.00	2011/03	2015/01	41.22	38.95	已完成销售33.59万平方米	21.95	21.95
北京	瑞悦府	北京正德丰泽房地产开发有限公司	18.14	2018/03	2020/09	71.60	68.60	基本售罄	60.84	60.39
北京	锦安家园	北京厚泰房地产开发有限公司	31.21	2018/08	2121/11	78.00	64.39	共产房部分已售罄	72.07	72.11
合计			**95.35**	**--**	**--**	**190.82**	**171.94**	**--**	**154.86**	**154.45**

资料来源：公司提供

棚户区改造业务

公司受运营委托方委托，承担了西城区部分棚户区改造项目，其中政府承担一定项目资本金，剩余资金来源于公司外部融资和自有资金，资金平衡主要来源于建设增量安置房或政府回购（回购方式尚未确定）。委托方主要负责项目征收的部分，公司为委托方垫付的征收补偿款、征收服务费、评估服务费等计入“其他应收款”，公司主要负责项目建设部分，发生的相关投入计入“存货”。

目前，公司在建棚户区改造项目主要包括“百万庄北里居民住房改善项目”“光源里棚户区改造项目”“北中轴线核心保护区•什刹海地区旧城保护示范项目”和“怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目”。

截至 2022 年 3 月底，公司主要棚户区改造项目计划总投资 355.18 亿元（其中政府出资 78.96 亿元已全部到位），已完成投资 222.60 亿元，2022－2023 年分别计划投资 23.48 亿元以及 23.85 亿元，资金需求较大。

拟建项目方面，公司拟建棚改项目为丰盛东区 B-G 区人口疏解及胡同整治项目以及丰盛危改小区东区 A 区项目，项目总投资额合计 91.52 亿元，截至 2022 年 3 月底已投资额为 5.23 亿元，尚需投资 86.29 亿元，目前上述项目均处于前期阶段。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司主要棚户区改造项目概况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资	政府出资	未来投资计划	
							2022 年	2023 年
百万庄北里居民住房改善项目	18.90	2013/09	2024/05	64.46	37.12	12.77	7.00	7.22
光源里棚户区改造项目	57.45	--	--	167.92	87.38	36.66	9.10	12.60
北中轴线核心保护区 什刹海地区旧城保护示范项目	589.80	2013/09	--	83.00	60.96	25.00	4.34	3.22
怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目	34.56	2018/03	2020/09	39.80	37.14	0.00	3.04	0.81
合 计	**700.71**	--	--	**355.18**	**222.60**	**74.43**	**23.48**	**23.85**

资料来源：公司提供

土地一级开发

公司土地一级开发业务主要由子公司北京西都地产发展有限公司和北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份“）承担。土地一级开发业务的内容主要是参与西城区危旧房改造及道路拆迁等项目的土地征收、拆迁及

平整工作。土地一级开发的运营模式为：征收拆迁及平整土地阶段的资金由公司自筹，待完成“招拍挂”以后，政府按照成本加成的方法（政府核定成本的 8%~15%）向公司支付回购资金。由于受北京市土地政策影响，公司整理的土地均处于限制出让区域，近年均未实现土地的实际挂牌。

截至 2022 年 3 月底，公司在建土地一级开发项目计划总投资 83.55 亿元，已完成投资 67.27 亿元，尚需投资 16.28 亿元。上述项目预计短期内无法完工，目前通过与政府相关部门沟通，拟以清算入库的方式对整理好的土地进行收储。公司暂无拟建土地整理项目。

表 9　2022 年 3 月底主要在建土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	建筑面积	预计总投资	已投资
桃园A7、A8项目	2001	18.64	54.35	43.59
桃园E5、E6项目	2002	1.30	2.00	1.02
新街口北大街市政道路拆迁项目	2002	5.11	13.60	11.39
西直门内大街市政道路拆迁项目	2002	6.09	10.60	9.73
桃园F2、F3项目	2002	0.70	3.00	1.54
合　计	--	**31.84**	**83.55**	**67.27**

资料来源：公司提供

（2）地产开发业务

公司地产开发项目主要集中在北京，2021年，公司各经营指标均较上年有所下降。同期，受公司销售进度及拿地成本较高影响，公司地产运营收入有所下降，毛利率大幅下降。

地产开发业务主要由地产运营事业部进行管理，主要由下属子公司天恒股份公司和北京市嘉鸿房地产开发有限公司（以下简称“嘉鸿房地产”）等公司承接。公司地产运营业务定位主要为普通住宅和商业地产，同时也涉足部分高档住宅和高档别墅项目。区域分布方面，公司房地产开发项目大部分集中在北京。

受开发进度影响，2021年公司全年开复工面积同比减少23.33%。受施工条件不同影响，2021年公司竣工面积较上年减少3.44%。

2021年，公司地产项目实际销售签约金额及合同销售面积分别同比减少55.47%和58.31%。2021年，受销售项目差异影响，公司房地产签约销售价格为28412.84元/平方米，较上年下降6.36%；2022年1－3月，公司开复工面积达176.73万平方米，合同销售面积3.90万平方米。

2021 年，受销售进度影响，公司实现住宅开发收入 11.32 亿元，同比减少 36.48%，实现商业地产销售收入 10.96 亿元，同比减少 45.31%。2021 年，公司住宅以及商业地产结转收入的项目主要为水岸一号、京西悦府以及天山家园等，同期，公司住宅及商业地产销售毛利率分别较上年大幅下降 24.81 个以及 11.75 个百分点，主要系结转收入项目地块均为 2017 年以后购入，拿地成本较高所致。2022 年 1－3 月，公司实现住宅及商业地产销售收入合计 2.52 亿元，相当于 2021 年的 2.07%，规模较小。

表 10　公司房地产业务经营情况

项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
房屋开复工面积（万平方米）	296.92	276.34	211.86	176.73
房屋竣工面积（万平方米）	24.90	65.17	62.93	0.00
合同销售面积（万平方米）	59.79	24.48	10.90	3.90
实际销售签约金额（亿元）	222.42	74.28	30.97	14.63
结算面积（万平方米）	12.69	14.68	37.31	0.67

结算金额（亿元）	33.96	58.82	121.89	2.52

注：该处统计口径将保障房项目统计在内
资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司主要地产开发尚有可售面积 48.64 万平方米（未将无法统计的中粮天恒智慧谷计算在内），可支撑未来一段时间销售需求；公司主要在建房地产项目合计总投资额 334.09 亿元，累计已投资额 294.26 亿元，2022－2023 年分别计划投资 50.89 亿元和 17.23 亿元，未来投资规模较大。

表11　截至2022年3月底公司主要在售房地产情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目类别	建筑面积	总投资	已投资	销售进度	销售总额	回款情况	未售完原因
天恒 柒号院	商业、限价房	40.99	55.49	41.18	96.40	31.86	31.86	部分两限房客户认购未签约，需清退后跟建委确定最终回购数量
山天家园	别墅	38.35	27.46	29.55	78.53	29.29	28.42	别墅山未售部分均为独栋别墅，房屋面积大、总价高，客户群有限
锐创中心（世界集）	商业	18.69	32.28	32.29	62.26	27.45	26.97	商业限售政策
乐学景苑	住宅	23.30	18.98	20.05	83.21	18.77	16.69	尾盘销售中
中粮天恒智慧谷	住宅、商办	30.00	99.87	89.92	商办部分竣备，销售中	33.44	33.44	完工部分已销售，项目整体未完工
水岸一号	住宅、限价房	36.19	50.60	60.16	住宅限价房已竣备，销售进度 53.48	32.17	29.55	完工部分已销售，项目整体未完工
京西悦府	住宅别墅商用体育	17.89	51.81	48.04	37.79	21.02	15.87	完工部分已销售，项目整体未完工
合计	--	**205.41**	**336.49**	**321.19**	--	**194.00**	**182.80**	--

资料来源：公司提供

表12　截至2022年3月底公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	开发主体	项目类别	权益比例	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资	2022 年投资计划	2023 年投资计划
水岸一号	北京天恒乐活城置业有限公司	住宅、限价房	100%	36.19	2016/9	2022/12	50.60	60.16	6.03	4.39
翰学雅居	北京恒海天城房地产有限公司	限竞房	100%	6.42	2019/2	2022/10	26.04	24.13	3.07	--
通州台湖项目（恒泰家园）	北京恒泰致远房地产开发有限公司	共有产权房	100%	16.75	2018/12	2021/11	31.46	27.41	4.14	0.86
京西悦府	北京恒乐置业有限公司	住宅别墅商用体育	公司子公司恒乐占比 99.82%，中粮占比 0.18%	17.89	2017/3	2022/5	51.06	49.01	4.07	--

天象文化主题配套社区	四川旅恒实业有限公司	住宅	100%	12.78	2019/9	2022/4	6.07	4.12	1.15	0.01
天恒龙泽府	烟台嘉鸿房地产开发有限公司	住宅/商业	100%	7.11	2020/9	2023/3	5.78	2.40	2.27	2.27
中粮天恒智慧谷	北京恒合悦兴置业有限公司	住宅、商办	51%	30.00	2018/5	2022/11	99.87	89.92	3.10	4.59
成都 89 亩项目	成都恒锦新程房地产有限公司	人才公寓	100%	22.5	2021/5	2024/9	32.05	12.93	16.63	3.29
成都天府傲云	成都恒锦新程房地产有限公司	住宅	100%	14.45	2021/1	2023/3	31.16	24.18	10.43	1.82
合计				**164.09**	**--**	**--**	**334.09**	**294.26**	**50.89**	**17.23**

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2022年3月底，天恒置业土地储备占地面积84.64万平方米（非权益面积）。从区域分布看，土地储备分布于北京市、山东省潍坊市、四川省成都市，天恒置业土地储备规模尚可。

表13　截至2022年3月底公司未开工土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

地块名称	规划经营业态	所在地	占地面积	获取时间	已交土地出让金
北京市怀柔区刘各长棚户区改造土地开发项目 HR00-0101-6049、6200、6201、6202、6203 地块 R2 二类、B4 综合性商业金融服务业用地、A33 基础教育用地国有建设用地	商业、住宅	北京市怀柔区刘各长镇	11.55	2021 年	45.70
潍坊项目 04 地块	商业、住宅	寒亭区潍县中路以西，禹王北街以北	16.76	2021 年	7.54
潍坊项目 05 地块	商业、住宅	寒亭区潍县中路以西，新溥街以南	7.72	2021 年	3.47
成都高新区 88 亩地块	住宅	成都市新程大道以南	5.91	2021 年	15.93
成都市成华区 21.78 亩地	住宅	成华区龙潭街道鹤林社区 1 组	21.78	2021 年	2.15
成都市成华区 20.92 亩地	住宅	成华区龙潭街道鹤林社区 1 组	20.92	2021 年	2.07
合计	--	--	**84.64**	--	**76.86**

资料来源：公司提供

（3）产业运营业务

2021 年，公司持有的新街口商场、复兴商业城等商业项目收入规模较上年有所增长，但仍未恢复至疫情前水平。

公司产业运营业务主要由产业运营事业部进行管理，具体业务包括百货零售、物业管理等。公司百货零售业务运营主体主要为子公司华兴新业，主要持有新街口商场、西西友谊商城及复兴商业城等多处商贸及经营物业，华兴新业通过收取租金实现收益目标。2021 年，公司实现销售商品收入 2.41 亿元，同比增长 14.76%，但仍未恢复至疫情前水平。2022 年 1－3 月，公司实现销售商品收入 0.60 亿元，相当于 2021 年的 24.90%。

公司物业服务主要由子公司北京天恒瑞海物业管理有限责任公司承担，涉及商业、住宅、

写字楼及高档公寓等各类物业服务的专业化物业管理。2021 年，公司物业管理收入为 0.40 亿元，同比增长 21.21%。同期，公司物业管理业务毛利率为-22.84%，持续为负，主要系前期投入较大，目前收入规模较小。2022 年 1－3 月，公司实现物业管理收入 0.22 亿元，相当于上年的 55.00%，毛利率由负转正为 10.82%。

公司主营业务中其他业务收入主要包括租金收入、客房收入和餐饮收入等，2021 年主营业务中的其他业务实现收入为 2.31 亿元，同比增长 27.62%，毛利率为 58.27%，较上年基本持平。

公司其他业务收入主要为利息收入，主要系公司对房地产开发项目关联方进行资金拆借形成。2021 年实现其他收入 3.73 亿元，同比减少 23.57%。

（4）金融类业务

公司金融类业务逐步拓展，目前仍处于发展初期，尚未形成收入。

近年，公司逐步拓展金融类业务，设立产业投资基金，目前尚处于萌芽期。公司金融类业务由一级全资子公司北京天恒正原资本管理有限公司（以下简称“天恒正原”）负责运营。天恒正原成立于 2016 年 6 月，初始注册资本 5000 万元。天恒正原与北京厚朴融灏资本管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“厚朴资本”）共同设立北京天厚泰和资本投资管理有限公司（以下简称“天厚资本”），天恒正原公司持股 40%、厚朴资本持股 60%。天厚资本作为公司房地产金融类板块的主要平台，按照集团的整体部署，以及“产业与金融互动，私募基金+REITS”的发展战略，以对接资本市场为导向，助力公司全面升级。天厚资本提出了“3+3 基金计划”，公司作为劣后级，主要包括：（1）创新打造 3 支债务性产业投资基金，分别是规模 100 亿元的天恒城市发展（基础设施）与产业提升基金、规模 100 亿元的天恒大健康产业投资基金、规模 100 亿元的天恒京津冀协同发展基金，以配合集团快速布局社区医疗及养老养生、停车、文化、物流等相关产业；（2）创新打造 3 支权益性私募投资基金，分别是规模 200 亿元的天恒新安贞医疗投资基金、规模 30 亿元的天恒优质不动产私募投资基金、规模 20 亿元的天恒零售型私募投资基金，以配合集团快速掌握核心医院和医疗资源、培育不动产资产证券化的基础资产以及探索持有类物业对接金融产品的盈利模式。

截至 2022 年 3 月底，公司已成立基金 2 支，基金规模为 100.01 亿元，已投资 57.36 亿元，公司为劣后级，目前暂未实现收益。未来公司计划设立债务性产业投资基金和权益性私募投资基金，服务于公司在健康、文旅、养老、医疗等方面的发展，目前处于前期阶段。

3. 未来发展

未来，公司将继续借助公司城区项目、市场化房地产项目、商业运营、物业管理等业务板块协同发展的基础，在西城区推动生产性服务业向价值链高端延伸和生活性服务业向精细和高品质转变过程中找准新的业务增长点。地产方面，公司在传统项目开发基础上，地产项目继续以北京为中心并向外阜拓展，并全面推进自持项目的运营。产业方面，公司继续推进“文教医养”产业布局，大力推进重点在施项目建设。

九、财务分析

1. 财务概况

中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2021 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2022 年 1－3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2021 年公司投资设立 2 家子公司、合并 2 家子公司，注销 6 家子公司，撤回投资减少 1 家子公司，并通过无偿划转调整 1 家公司级次。2022 年 1－3 月，公司合并范围无变化。截至 2022 年 3 月底，纳入合并范围的一级子公司 21 家，考虑到新增和减少

子公司规模较小，公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅波动，资产结构以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大，公司资产质量一般。

截至2021年底，公司资产较上年底小幅减少3.71%，资产构成以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	98.78	14.02	125.83	14.87	48.75	5.98	51.45	6.09
应收账款	18.49	2.62	19.31	2.28	25.64	3.15	25.61	3.03
其他应收款	197.62	28.06	129.30	15.28	153.26	18.81	171.08	20.26
存货	308.89	43.85	458.48	54.17	464.16	56.96	480.00	56.83
流动资产	**640.59**	**90.94**	**746.08**	**88.15**	**709.58**	**87.07**	**738.65**	**87.46**
长期股权投资	28.37	4.03	22.34	2.64	25.20	3.09	25.20	2.98
投资性房地产	12.47	1.77	14.33	1.69	19.20	2.36	19.54	2.31
其他非流动资产	0.01	0.00	23.22	2.74	23.71	2.91	23.83	2.82
非流动资产	**63.82**	**9.06**	**100.31**	**11.85**	**105.38**	**12.93**	**105.91**	**12.54**
资产总额	**704.40**	**100.00**	**846.39**	**100.00**	**814.96**	**100.00**	**844.56**	**100.00**

注：“其他应收款”科目不包括“应收利息”和“应收股利”科目
资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

截至2021年底，公司流动资产较上年底减少4.89%。公司货币资金较上年底下降61.25%，构成大部分为银行存款，受限资金规模很小。截至2021年底，公司应收账款较上年底增长32.76%，主要系对北京市西城区财政局应收款项增长所致；应收账款累计计提坏账432.51万元，计提比例低；公司应收账款前五名金额合计占比97.82%，集中度很高，主要为应收北京市西城区财政局的土地转让款和土地整理款等。公司存货较上年底变化不大，其中开发成本341.60亿元（含资本化利息84.21亿元），主要包括公司正在投资建设的房地产项目、棚改项目和一级土地开发项目；存货中开发产品122.48亿元，主要是公司已经竣工的房屋项目和土地一级开发项目；公司计提跌价准备0.44万元，规模很小。公司其他应收款较上年底增长18.54%。其他应收款主要由往来款（占93.04%）和保证金、押金、备用金（占6.88%）构成，前五名金额合计110.43亿元，占比81.39%，集中度高，具体情况见下表。公司计提坏账准备金额76.59万元，计提比例低。其他应收款金额较大，对公司营运资金形成较大的占用。

表 15 截至 2021 年底公司应收账款前五名情况
（单位：亿元、%）

往来单位	金额	占比	款项性质
北京市西城区财政局	23.78	92.74	土地转让款、土地整理款
北京万联中天房地产开发有限公司	0.92	3.60	房款
北京市保障性住房建设投资中心	0.16	0.64	土地转让款
北京悦恒置业有限公司	0.13	0.50	房款
正方利民工业化建筑科技股份有限公司	0.09	0.34	房款
合计	**19.18**	**97.82**	**--**

资料来源：公司审计报告

表 16 截至 2021 年底公司其他应收款前五名情况
（单位：亿元、%）

往来单位	金额	占比	账龄	款项性质
西城区光源里棚户区改造项目部	65.86	42.97	1－5 年	往来款
北京恒秀立怀置业有限公司	22.12	14.44	1 年内	往来款
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	19.04	12.42	5 年以上	往来款
北京恒合天基房地产开发有限公司	12.60	8.22	2 年内	往来款

北京正德瑞祥房地产开发有限公司	5.23	3.35	4 年内	往来款
合计	**110.43**	**81.39**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 5.05%。公司长期股权投资较上年底增长 12.81%；从构成来看，公司长期股权投资主要包括对合营企业北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）投资 8.04 亿元，对联营企业北京悦恒置业有限公司投资 4.72 亿元，对北京南悦房地产开发有限公司投资 4.38 亿元。公司投资性房地产较上年底增长 33.95%，主要系自用房地产转入所致。公司其他非流动资产较上年底增长 2.08%，全部由公司垫付北京天意小商品市场疏解腾退资金而形成。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额较上年底基本持平，资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 143.97 亿元，占 2021 年底总资产规模的 17.67%，主要包括受限货币资金 0.03 亿元、存货中的土地及房产 139.04 亿元、投资性房地产 3.61 亿元以及在建工程 1.29 亿元。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益略有下降；公司有息债务规模小幅下降，债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担重；公司于2022年4－12月及2023年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底下降 1.73%。公司实收资本较上年底下降 8.13%，主要系股东西城区国资委调整光源里棚户区改造项目资本金下达方式，转至其他科目 11.50 亿元。其他权益工具较上年底增长 30.78%，主要系公司当年新增永续债券 13.00 亿元。公司少数股东权益较上年底增长 15.63%，主要系公司当年新增并表非全资子公司所形成的的权益。公司所有者权益中实收资本占比较高（占比 67.94%），所有者权益稳定性较高。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 188.10 亿元，较上年底基本持平。

负债

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底下降 4.30%，公司负债结构以非流动负债为主，非流动负债占比有所上升。

表17　公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	18.26	3.55	71.06	10.88	10.81	1.73	11.23	1.71
其他应付款	10.76	2.09	27.59	4.22	27.55	4.41	33.43	5.09
应付账款	17.19	3.34	21.43	3.28	21.79	3.49	19.10	2.91
一年内到期的非流动负债	124.72	24.25	80.61	12.34	66.63	10.66	75.91	11.56
其他流动负债	30.52	5.93	30.60	4.69	56.13	8.98	36.31	5.53
流动负债	**215.62**	**41.92**	**251.15**	**38.45**	**230.56**	**36.88**	**257.83**	**39.28**
长期借款	221.30	43.03	267.97	41.02	223.10	35.69	242.92	37.00
应付债券	57.84	11.25	111.53	17.07	118.91	19.02	104.45	15.91
专项应付款	14.79	2.88	15.44	2.36	15.83	2.53	--	--
长期应付款	0.01	0.00	2.26	0.35	10.25	1.64	26.97	4.11
非流动负债	**298.73**	**58.08**	**402.05**	**61.55**	**394.55**	**63.12**	**398.63**	**60.72**
负债总额	**514.35**	**100.00**	**653.20**	**100.00**	**625.12**	**100.00**	**656.46**	**100.00**
实收资本	122.86	64.64	140.39	72.67	128.98	67.94	128.98	68.57
资本公积	1.28	0.68	1.00	0.52	0.98	0.51	0.98	0.52
未分配利润	15.05	7.92	13.76	7.12	13.87	7.30	12.47	6.63

其他权益工具	29.66	15.61	9.94	5.15	13.00	6.85	13.00	6.91
少数股东权益	19.22	10.11	24.81	12.84	28.69	15.11	28.35	15.07
所有者权益合计	**190.06**	**100.00**	**193.19**	**100.00**	**189.84**	**100.00**	**188.10**	**100.00**

注：“其他应付款”科目不包括“应付利息”和“应付股利”科目
资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底下降 8.20%，主要来自于预收款项和一年内到期的非流动负债的减少。公司应付账款较上年底变动不大，主要由应付工程款构成。公司预收款项较上年底下降 84.79%，主要系预收房款由预收款项转入合同负债 31.15 亿元所致，公司预收款项主要由棚户区改造土地开发项目预收款 8.82 亿元构成。公司其他应付款较上年底基本持平，主要由与关联公司和其他公司的往来款项 25.75 亿元、代收款 0.61 亿元和拆迁补偿款 0.94 亿元等构成。公司一年内到期的非流动负债较上年底减少 17.35%，主要由一年内到期的长期借款 39.11 亿元、一年内到期的应付债券 24.00 亿元以及一年内到期的长期应付款 3.51 亿元构成。公司其他流动负债较上年底增长 83.42%，主要由超短期融资券 54.90 亿元构成。

公司非流动负债较上年底下降 1.87%，主要由长期借款以及应付债券等构成。公司长期借款较上年底下降 16.75%，其中信用借款 39.21 亿元、抵押借款 44.40 亿元、担保借款 157.39 亿元以及抵押担保借款 19.82 亿元。公司应付债券较上年底增长 6.62%，系公司于 2021 年发行两期非公开定向融资工具合计 11.00 亿元以、发行两期中期票据合计 20.00 亿元以及非公开公司债 19.96 亿元所致。公司专项应付款较上年底增长 2.54%，主要由新北市政道路建设拨款 5.58 亿元以及丰盛东区 A 变电站 6.36 亿元构成。公司长期应付款大幅增长，截至 2021 年底，公司长期应付款主要由融资租赁款 10.24 亿元构成。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 656.46 亿元，较上年底增长 5.01%，公司负债结构以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表18 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期债务	155.72	110.58	121.52	112.22
长期债务	279.14	381.75	358.37	364.80
全部债务	434.86	492.33	479.90	477.02
资产负债率	73.02	77.17	76.71	77.73
全部债务资本化比率	69.59	71.82	71.65	71.72
长期债务资本化比率	59.49	66.40	65.37	65.98

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务较上年底下降 2.53%，公司债务结构仍以长期债务为主。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务规模及结构较上年底变化不大，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均较上年底小幅上升。若考虑到其他权益工具中永续债，公司债务负担将进一步上升。公司债务负担重。

2022 年 4－12 月、2023 年以及 2024 年，公司需分别偿还有息债务 138.46 亿元、104.11 亿元和 69.26 亿元（到期债务和短期债务差异系到期的永续债影响），公司 2022 年 4－12 月以及 2023 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2021年，公司营业收入大幅增长，利润受非经常性损益影响较大。

2021 年，公司营业收入同比增长 91.34%。主要系房屋销售收入增长所致。同期，公司营业成本同比大幅增长 127.68%，增幅高于营业收入增幅。公司营业利润率较上年下降 11.36 个百分点。

2021 年，公司期间费用同比增长 4.06%，变化不大。同期，公司期间费用率 8.32%，较上年下降 6.97 个百分点。

非经营性损益方面，2021 年，公司投资收益为 1.69 亿元，同比大幅增长，主要为长期股权投资形成的投资收益；同期，公司获得其他收益（主要为政府补助）1.13 亿元。2021 年，公司营业外收入 1.00 亿元，同比减少 3.13%，主要由核销债务产生。2021 年，公司营业外支出为 1.59 亿元，较上年基本持平，主要系子公司天恒股份公司将应收相关政府部门价值 31.11 亿元的应收账款转让给北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）的债权损失。2021 年，公司利润总额增长至 4.50 亿元，总体看，公司利润总额受非经常损益影响较大。

从盈利指标方面看，2021年，公司总资本收益率以及净资产收益较上年变化不大。

表 19　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	46.88	69.02	132.06	5.25
其他收益	0.19	0.31	1.13	0.02
费用总额	10.85	10.55	10.98	2.81
利润总额	3.57	4.43	4.50	-1.54
营业利润率	32.04	21.39	10.04	29.33
总资本收益率	1.14	1.23	1.38	--
净资产收益率	1.51	1.92	1.92	--

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.25 亿元，为 2021 年全年的 3.98%，规模较小；同期，公司实现利润总额-1.54 亿元，表现为亏损。

5. 现金流分析

公司经营活动净现金流受往来款波动影响较大，2021 年公司经营活动及投资活动净现金流均为净流出；考虑到到期债务规模较大以及在建项目未来投资规模大，公司仍有较大的融资需求。

经营活动方面，2021 年，公司经营活动主要由往来款收支以及房地产开发及销售产生的现金流构成。受往来款波动影响，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额由正转负。2021 年，公司现金收入比较上年下降 30.28 个百分点，主要系当年收入确认时点和现金流回款时点不一致所致。

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金产生的净现金流由正转负，主要系公司收回投资收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金较上年减少所致。

筹资活动现金流方面，2021 年，公司筹资活动现金流入 187.29 亿元，同比大幅减少 29.29%，以取得借款收到的现金 158.26 亿元为主。2021 年，筹资活动现金流出同比减少 22.72%，主要由偿还债务支付的本息 158.26 亿元构成。2021 年，公司筹资活动现金净流出规模持续增长。

表20　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	41.86	41.86	40.09	8.91
经营活动现金流入小计	**161.73**	**161.90**	**92.76**	**51.14**
购买商品、接受劳务支付的现金	34.39	53.98	57.72	17.61
经营活动现金流出量	**127.70**	**148.91**	**143.59**	**30.02**
经营活动现金流量净额	**34.03**	**12.98**	**-50.83**	**21.12**
投资活动现金流量净额	**-2.43**	**20.86**	**-3.59**	**-1.43**
筹资活动现金流量净额	**-1.68**	**-6.79**	**-22.65**	**-16.99**
现金收入比	89.31	60.64	30.36	169.53

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 30.02 亿元，投资活动现金流量净额为-1.43 亿元，筹资活动现金流量净额为-16.99 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标较弱，间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，2021 年，公司流动比率较上年底有所增长，速动比率较上年底有所下降。截至 2021 年底，公司现金类资产为

同期短期债务的 0.40 倍，对短期债务保障能力较弱。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率、速动比率较上年底有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.47 倍。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 11.75 亿元，同比增长 19.29%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 47.71%）、利润总额（占 38.31%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年有所上升，全部债务/EBITDA 较上年有所下降，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

表21 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期偿债能力指标				
流动比率	297.09	297.07	307.76	286.49
速动比率	153.84	114.52	106.44	100.32
现金短期债务比	0.63	1.14	0.40	0.47
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.37	0.12	0.63	--
全部债务/EBITDA	50.97	49.96	40.84	--

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

截至 2021 年底，公司本部及下属子公司共获得各类银行授信额度为 536.30 亿元，其中已使用 274.96 亿元，剩余授信额度为 261.34 亿元。

截至 2021 年底，公司对外担保金额 11.57 亿元，担保比率 6.09%，为对关联方北京悦恒置业有限公司担保 10.29 亿元、北京建恒润和房地产开发有限公司担保 0.36 亿元以及北京建恒汇景房地产开发有限公司担保 0.92 亿元，被担保企业目前正常经营。公司或有负债风险相对可控。

7. 母公司财务分析

公司主要业务集中在子公司，母公司收入及利润贡献小，负债水平较高，短期偿债压力较大。

截至 2021 年底，母公司资产总额 481.95 亿元，较上年底增长 4.20%，其中流动资产占 58.50%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益 150.65 亿元，较上年底减少 4.20%。截至 2021 年底，母公司全部债务 192.21 亿元，资产负债率 68.74%，全部债务资本化比率为 56.06%，现金短期债务比为 0.41 倍，母公司短期偿债压力较大。

母公司营业收入主要来源于房地产业务关联方的资金拆借形成的利息收入。母公司利润总额波动较大，2021 年，母公司利润总额 1.20 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 463.73 亿元，所有者权益 150.38 亿元，全部债务 194.47 亿元，其中短期债务 58.33 亿元；2022 年 1－3 月，实现营业收入 3.25 亿元，利润总额-0.13 亿元。截至 2022 年 3 月底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 67.57%和 56.39%，母公司负债水平较高。

十、外部支持

公司作为北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体，在资金注入及政府补助方面获得西城区政府的支持。

2021 年，公司将专项用于光源里棚户区改造项目资金 11.50 亿元由“实收资本”计入“递延收益”反映。同期，西城区国资委对公司增资 900.00 万元，计入“实收资本”。2021 年，公司获得政府补助 1.13 亿元，计入“其他收益”。

根据《西城区属国有企业分类监管实施意见（试行）》，公司已上报测算结果为特殊功能类企业，目前尚未获得西城区政府正式批复。根据文件，特殊功能类企业主要承担政府在基础设施、重大项目、民生保障、维护稳定等领

域的重大专项任务。

十一、债券偿还能力分析

截至跟踪出具日，公司存续期永续债“22天恒置业MTN001”和“21天恒置业MTN003”合计金额26.00亿元，均在公司“其他权益工具”中体现。

2021年，公司EBITDA和经营活动现金流入量对考虑永续债后长期债务的保障能力较弱。

表22　公司永续债券偿还能力指标

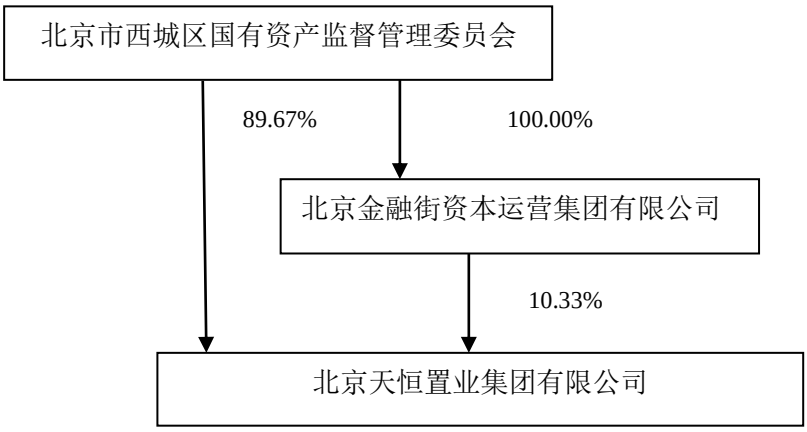
项目	2021年
长期债务*（亿元）	384.37
经营活动现金流入量/长期债务（倍）	0.24
经营活动现金流量净额/长期债务（倍）	-0.13
长期债务/EBITDA（倍）	32.71

注：上表中的长期债务为将永续债计入后的金额
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“22天恒置业MTN002”“22天恒置业MTN001”“21天恒置业MTN003”“21天恒置业MTN002”“21天恒置业MTN001”“20天恒置业MTN001”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2022 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
1	北京市嘉鸿房地产开发有限公司	房地产开发	53.00	47.00	非同一控制下合并
2	北京天恒正合置业有限公司	房地产开发	82.42	-	投资设立
3	北京天恒正道投资发展有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
4	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
5	北京天恒瑞海物业管理有限责任公司	物业管理	85.00	10.00	投资设立
6	北京华兴新业商贸有限责任公司	百货零售	100.00	-	非同一控制下合并
7	北京天恒正原资本管理有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
8	北京西都地产发展有限公司	房地产开发	100.00		非同一控制下合并
9	北京天恒正丰投资发展有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
10	北京天恒正宇投资发展有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
11	北京纺织服装开发公司	服装技术开发	100.00	-	划拨
12	北京天恒房地产股份有限公司	房地产开发	79.99	-	非同一控制下合并
13	北京天恒正同资产管理有限公司	资产管理	100.00	-	投资设立
14	北京天恒康健养老投资管理有限公司	租赁和商务服务业	100.00		投资设立
15	北京茶业交易中心有限责任公司	租赁和商务服务业	92.00	8.00	非同一控制下合并
16	天恒正恒（北京）产业发展有限公司	投资管理	100.00	-	投资设立
17	北京天恒同业资产管理有限公司	投资与资产管理	100.00	-	投资设立
18	天恒物业管理（北京）有限公司	物业管理	100.00	-	投资设立
19	天恒文化旅游集团有限公司	文旅开发	100.00	-	投资设立
20	北京天恒北茶科技有限公司	零售业	100.00	-	投资设立
21	北京天心康养文化发展有限公司	经济贸易	80.00	-	调整企业级次

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	98.78	125.98	48.75	52.73
资产总额(亿元)	704.40	846.39	814.96	844.56
所有者权益(亿元)	190.06	193.19	189.84	188.10
短期债务(亿元)	155.72	110.58	121.52	112.22
长期债务(亿元)	279.14	381.75	358.37	364.80
全部债务(亿元)	434.86	492.33	479.90	477.02
营业收入(亿元)	46.88	69.02	132.06	5.25
利润总额(亿元)	3.57	4.43	4.50	-1.54
EBITDA(亿元)	8.53	9.85	11.75	--
经营性净现金流(亿元)	34.03	12.98	-50.83	21.12
财务指标				
现金收入比(%)	89.31	60.64	30.36	169.53
营业利润率(%)	32.04	21.39	10.04	29.33
总资本收益率(%)	1.14	1.23	1.38	--
净资产收益率(%)	1.51	1.92	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	59.49	66.40	65.37	65.98
全部债务资本化比率(%)	69.59	71.82	71.65	71.72
资产负债率(%)	73.02	77.17	76.71	77.73
流动比率(%)	297.09	297.07	307.76	286.49
速动比率(%)	153.84	114.52	106.44	100.32
经营现金流动负债比(%)	15.78	5.17	-22.05	--
现金短期债务比(倍)	0.63	1.14	0.40	0.47
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.12	0.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	50.97	49.96	40.84	--

注：2022 年 1－3 月财务数据未经审计；将其他流动负债中有息部分计入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入公司长期债务核算
资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.13	52.16	11.62	14.21
资产总额(亿元)	422.37	462.51	481.94	463.73
所有者权益(亿元)	160.09	157.26	150.65	150.38
短期债务(亿元)	47.50	54.21	28.54	58.33
长期债务(亿元)	108.65	151.78	163.67	136.14
全部债务(亿元)	156.15	206.00	192.21	194.47
营业收入(亿元)	9.61	11.83	13.80	3.25
利润总额(亿元)	0.09	-0.19	1.20	-0.13
EBITDA(亿元)	/	/	1.20	--
经营性净现金流(亿元)	10.30	-19.45	-48.22	23.50
财务指标				
现金收入比(%)	71.52	9.50	6.32	0.67
营业利润率(%)	7.36	9.29	16.92	13.01
总资本收益率(%)	0.11	0.10	0.32	--
净资产收益率(%)	0.22	0.23	0.73	--
长期债务资本化比率(%)	40.43	49.11	52.07	47.52
全部债务资本化比率(%)	49.38	56.71	56.06	56.39
资产负债率(%)	62.10	66.00	68.74	67.57
流动比率(%)	183.85	193.74	187.41	165.69
速动比率(%)	183.85	193.74	187.41	165.69
经营现金流动负债比(%)	6.95	-13.38	-32.05	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.96	0.41	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2022 年 1－3 月财务数据未经审计；由于未获取相关数据，EBITDA 及全部债务/EBITDA 指标未计算
资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持